



기업분석 | 가전/전기전자

Analyst
이왕진

02 3779 8832

Wangjin4268@ebestsec.co.kr

Buy (maintain)

목표주가	54,000 원
현재주가	40,900 원

컨센서스 대비

상회	부합	하회

Stock Data

KOSDAQ (9/20)	649.07 pt
시가총액	1,404 억원
발행주식수	3,432 천주
52 주 최고가/최저가	53,500 / 15,000 원
90 일 일평균거래대금	21.44 억원
외국인 지분율	1.7%
배당수익률(19.12E)	0.0%
BPS(19.12E)	13,306 원
KOSDAQ 대비 상대수익률	1개월 0.6%
	6개월 34.4%
	12개월 118.6%
주주구성	서정화(외 4인) 28.5%
	자사주(외 1인) 8.7%

Stock Price



나무가 (190510)

불가피한 하향, 하지만 아직 매력적이다

ToF와 A시리즈 영향으로 추정치 하향

나무가의 2020년도 예상 실적은 매출액 5,905억원, 영업이익 288억원으로 기존 추정치 매출액 6,963억원, 영업이익 340억원에서 각각 -15%, -16% 하향조정 한다. 실적 하향의 주요 원인은 1) 고객사 모듈 조달 방식 변경, 2) 기존 선도 A모델 2기종 메인벤더에서 서브벤더로의 변화 등에 기인한다.

고객사 전략 변화 불가피한 피해

동사에게 가장 주요 모멘텀으로 작용하였던 ToF 카메라 모듈의 납품방식이 바뀌었다. 기존 납품 방식은 동사가 송신부와 수신부를 모두 조달하여 모듈화 및 테스트 후 고객사에 납품하는 구조였지만, 최근 고객사가 향후 송신부를 직접 조달 받기로 결정하였다. 따라서 동사가 고객사에게 납품하는 납품 단가가 약 29%가량 하락하여 동사의 2020 ToF 매출이 기존 추정치 대비 감소할 것으로 전망된다. 더하여 동사가 기존 선도하였던 A기종의 스펙이 변화함에 따라 메인 벤더에서 개발이원화(M/S 30~40%) 벤더로 바뀌었다. 이로 인한 낙수 효과로 신규모델을 수주하였지만 전체적인 영향은 부정적으로 보여진다.

분명한 점은 아직 매력적이다

동사의 목표주가를 54,000원으로 하향 조정한다. 동사의 2020년 EPS가 하향함에 기인한다. 하지만 동사에 대해 매수의견은 유지하는데, 기존 투자포인트로 꼽았던 1) ToF 메인 벤더 지위 유지 가능성은 훼손되지 않았고, 2) 성장 폭이 여전히 크기 때문이다. 내년 하반기 출시될 A모델에 대한 일반카메라 벤더는 아직 확정되지 않았기 때문에, 하반기 출시 모델 선도와 A시리즈 ToF 채용 가능성에 따라 +a 업사이드는 남아있단 판단이다.

Financial Data

(십억원)	2016	2017	2018	2019E	2020E
매출액	293	258	313	383	591
영업이익	-1	-31	2	14	29
세전계속사업손익	-5	-41	5	14	29
순이익	-4	-41	4	10	21
EPS (원)	-1,364	-13,130	1,300	3,069	6,704
증감률 (%)	-	적지	흑전	136.0	118.4
PER (x)	-42.8	-1.4	31.5	13.3	6.1
PBR (x)	2.8	2.1	3.9	3.1	2.1
EV/EBITDA (x)	19.3	-5.0	10.8	5.4	3.0
영업이익률 (%)	-0.2	-12.2	0.6	3.5	4.9
EBITDA 마진 (%)	3.1	-7.6	4.4	6.8	7.0
ROE (%)	-6.3	-79.3	12.2	23.5	37.4
부채비율 (%)	173.2	365.6	235.3	317.8	185.3

주: IFRS 연결 기준

자료: 나무가, 이베스트투자증권 리서치센터

표1 변경 전

(억원)	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19E	4Q19E	2018	2019E	2020E
매출액	567	697	1,155	1,414	2,111	1,021	1,667	1,107	3,128	3,955	6,963
YoY	-27%	-20%	50%	99%	272%	47%	44%	-22%	21%	26%	76%
QoQ	-20%	23%	66%	22%	49%	-52%	63%	-34%			
매출원가	547	647	1,028	1,273	1,857	918	1,500	1,008	2,943	3,605	6,230
매출총이익	20	49	127	141	253	102	167	100	185	350	733
GPM	4%	7%	11%	10%	12%	10%	10%	9%	6%	9%	11%
판관비	45	43	58	57	95	61	100	78	167	207	393
영업이익	-25	6	69	85	158	41	67	22	19	142	340
YoY	적지	-76%	238%	251%	흑전	587%	-4%	-74%	흑전	667%	139%
QoQ	적전	-124%	1066%	22%	87%	-74%	63%	-67%			
OPM	-4%	1%	6%	6%	8%	4%	4%	2%	1%	4%	5%

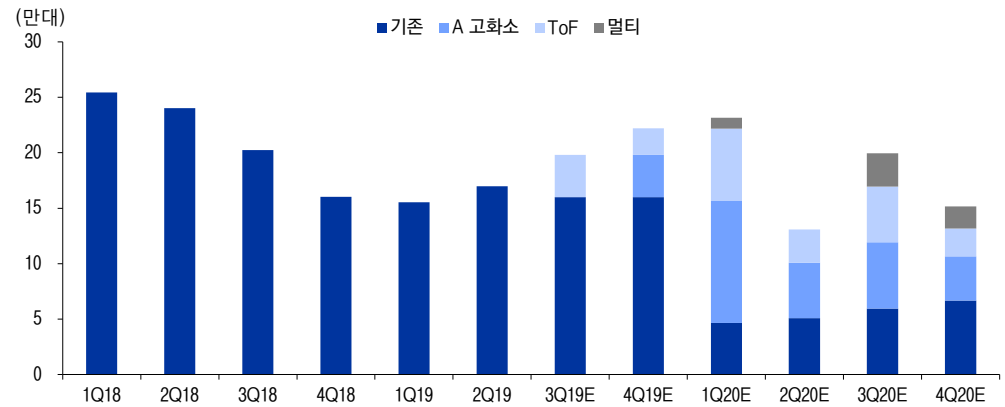
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표2 변경 후

(억원)	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19E	4Q19E	2018	2019E	2020E
매출액	567	697	1,155	1,414	2,111	1,021	1,667	1,107	3,128	3,833	5,905
YoY	-27%	-20%	50%	99%	272%	47%	44%	-22%	21%	23%	54%
QoQ	-20%	23%	66%	22%	49%	-52%	63%	-34%			
매출원가	547	647	1,028	1,273	1,857	918	1,500	1,008	2,943	3,495	5,284
매출총이익	20	49	127	141	253	102	167	100	185	338	622
GPM	4%	7%	11%	10%	12%	10%	10%	9%	6%	9%	11%
판관비	45	43	58	57	95	61	100	78	167	203	334
영업이익	-25	6	69	85	158	41	67	22	19	135	288
YoY	적지	-76%	238%	251%	흑전	587%	-4%	-74%	흑전	627%	113%
QoQ	적전	-124%	1066%	22%	87%	-74%	63%	-67%			
OPM	-4%	1%	6%	6%	8%	4%	4%	2%	1%	4%	5%

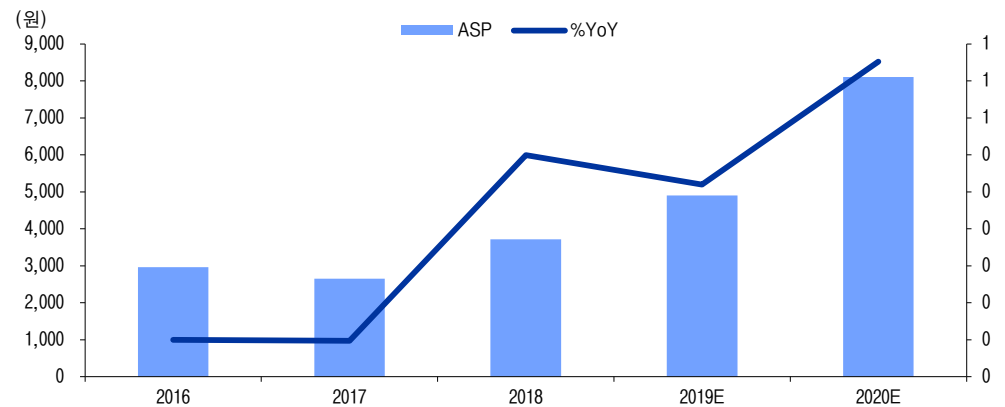
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림1 고부가 가치 제품 판매 증가로 Mix 개선



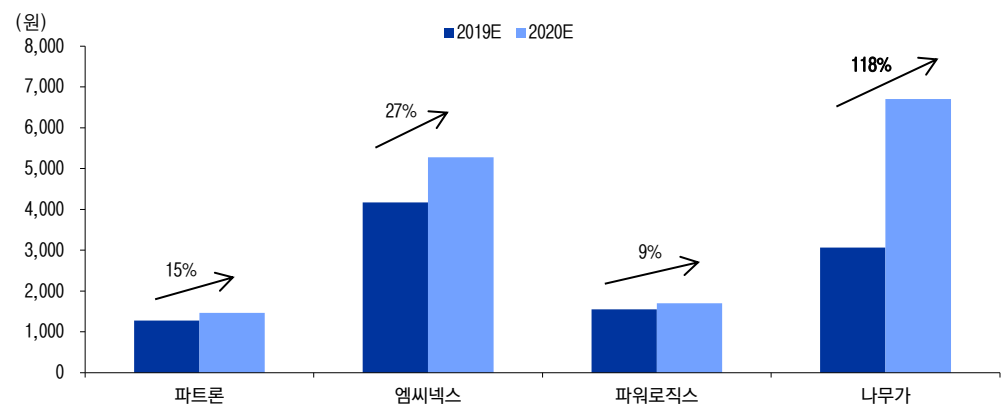
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림2 나무가 Blended ASP 추정



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림3 플래그십 모듈 벤더 중 EPS 상승률 가장 높음



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

나무가 (190510)

재무상태표

(십억원)	2016	2017	2018	2019E	2020E
유동자산	134	83	67	133	132
현금 및 현금성자산	42	18	18	27	44
매출채권 및 기타채권	21	25	24	62	48
재고자산	27	26	10	25	20
기타유동자산	44	14	15	18	19
비유동자산	61	59	52	55	57
관계기업투자등	0	1	1	1	1
유형자산	59	55	49	49	49
무형자산	1	1	1	3	5
자산총계	196	142	119	188	188
유동부채	102	94	73	132	111
매입채무 및 기타채무	54	48	40	96	75
단기금융부채	39	43	31	34	34
기타유동부채	8	3	3	2	2
비유동부채	22	18	10	11	11
장기금융부채	20	16	9	9	9
기타비유동부채	3	2	1	1	2
부채총계	124	112	83	143	122
지배주주지분	72	31	36	46	67
자본금	2	2	2	2	2
자본잉여금	57	58	58	58	58
이익잉여금	15	-26	-21	-12	9
비지배주주지분(연결)	0	0	-1	-1	-1
자본총계	72	31	35	45	66

현금흐름표

(십억원)	2016	2017	2018	2019E	2020E
영업활동 현금흐름	10	-43	26	22	31
당기순이익(손실)	-4	-41	4	10	21
비현금수익비용가감	10	18	17	13	12
유형자산감가상각비	10	12	12	12	12
무형자산상각비	0	0	0	1	1
기타현금수익비용	-1	3	2	0	0
영업활동 자산부채변동	11	-17	8	1	-2
매출채권 감소(증가)	22	-9	-5	-55	13
재고자산 감소(증가)	7	-2	16	-15	5
매입채무 증가(감소)	-18	-1	-3	72	-21
기타자산, 부채변동	0	-5	1	-1	0
투자활동 현금	-24	12	-1	-16	-14
유형자산처분(취득)	-19	-18	-6	-12	-12
무형자산 감소(증가)	0	0	-1	-2	-2
투자자산 감소(증가)	-7	29	-6	-2	0
기타투자활동	2	1	11	0	0
재무활동 현금	19	8	-22	3	0
차입금의 증가(감소)	0	8	-22	3	0
자본의 증가(감소)	19	0	0	0	0
배당금의 지급	0	0	0	0	0
기타재무활동	0	0	0	0	0
현금의 증가	5	-24	0	9	17
기초현금	37	42	18	18	27
기말현금	42	18	18	27	44

자료: 나무가, 이베스트투자증권 리서치센터

손익계산서

(십억원)	2016	2017	2018	2019E	2020E
매출액	293	258	313	383	591
매출원가	276	270	294	350	528
매출총이익	17	-12	19	34	62
판매비 및 관리비	17	19	17	20	33
영업이익	-1	-31	2	14	29
(EBITDA)	9	-19	14	26	41
금융손익	-2	-7	0	-1	-1
이자비용	2	2	2	2	2
관계기업등 투자손익	0	0	-1	0	0
기타영업외손익	-3	-2	5	1	1
세전계속사업이익	-5	-41	5	14	29
계속사업법인세비용	-1	0	1	5	8
계속사업이익	-4	-41	4	10	21
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	-4	-41	4	10	21
지배주주	-4	-41	4	10	21
총포괄이익	-4	-42	4	10	21
매출총이익률 (%)	5.7	-4.8	5.9	8.8	10.5
영업이익률 (%)	-0.2	-12.2	0.6	3.5	4.9
EBITDA마진률 (%)	3.1	-7.6	4.4	6.8	7.0
당기순이익률 (%)	-1.4	-15.9	1.1	2.5	3.6
ROA (%)	-2.1	-24.0	3.1	6.3	11.2
ROE (%)	-6.3	-79.3	12.2	23.5	37.4
ROIC (%)	-1.0	-40.6	2.6	20.9	45.2

주요 투자지표

	2016	2017	2018	2019E	2020E
투자지표 (x)					
P/E	-42.8	-1.4	31.5	13.3	6.1
P/B	2.8	2.1	3.9	3.1	2.1
EV/EBITDA	19.3	-5.0	10.8	5.4	3.0
P/CF	32.6	-	6.9	6.3	4.2
배당수익률 (%)	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
성장성 (%)					
매출액	0.0	-12.0	21.5	22.5	54.1
영업이익	적지	적지	흑전	627.5	113.1
세전이익	적지	적지	흑전	187.3	103.8
당기순이익	적지	적지	흑전	166.1	120.0
EPS	적지	적지	흑전	136.0	118.4
안정성 (%)					
부채비율	173.2	365.6	235.3	317.8	185.3
유동비율	131.7	88.8	90.9	100.4	118.2
순차입금/자기자본(x)	-29.1	107.3	21.5	1.5	-25.9
영업이익/금융비용(x)	-0.4	-18.6	1.0	8.0	16.9
총차입금 (십억원)	59	59	39	43	43
순차입금 (십억원)	-21	33	8	1	-17
주당지표(원)					
EPS	-1,364	-13,130	1,300	3,069	6,704
BPS	21,163	8,981	10,506	13,306	19,425
CFPS	1,790	n/a	5,918	6,468	9,732
DPS	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a

나무가 목표주가 추이		투자 의견 변동내역							
(원)	주가	목표주가	일시	투자 의견	목표 가격	과락율(%)			과락율(%)
						최저 대비	최고 대비	평균 대비	
70,000			2019.08.26	변경	이왕진				
60,000			2019.08.26	Buy	60,000	-24.2	-32.1		
50,000			2019.09.20	Buy	54,000				
40,000									
30,000									
20,000									
10,000									
0									
17/09									
18/03									
18/09									
19/03									

Compliance Notice

본 자료에 기재된 내용들은 작성자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다(작성자: 이왕진)

본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위한 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치본부가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 참고자료로만 활용하시기 바라며 유가증권 투자 시 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에 있으며 어떠한 경우에도 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형될 수 없습니다.

— 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.

— 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.

— 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.

— 동 자료의 추천종목에 해당하는 회사는 당사와 계열회사 관계에 있지 않습니다.

투자등급 및 적용 기준

구분	투자등급 guide line (투자기간 6~12개월)	투자등급	적용기준 (향후 12개월)	투자 의견 비율	비고
Sector (업종)	시가총액 대비 업종 비중 기준 투자등급 3 단계	Overweight (비중확대) Neutral (중립) Underweight (비중축소)			
Company (기업)	절대수익률 기준 투자등급 3 단계	Buy (매수) Hold (보유) Sell (매도)	+15% 이상 기대 -15% ~ +15% 기대 -15% 이하 기대	93.9% 6.1%	2018년 10월 25일부터 당사 투자등급 적용기준이 기준 $\pm 20\%$ 에서 $\pm 15\%$ 로 변경
		합계		100.0%	투자 의견 비율은 2018. 7. 1 ~ 2019. 6. 30 당사 리서치센터의 의견공표 종목들의 맨마지막 공표의견을 기준으로 한 투자등급별 비중임 (최근 1년간 누적 기준, 분기별 갱신)